

RISK, OWNERSHIP STRUCTURE, DIVIDEND PAYMENT, AGENCY COST AND CORPORATE VALUE

(Model Pengujian Konsistensi Pada Sebelum dan Era Milenium)

Isti Fadah

Dosen FE Univ.Jember

Alamat : Jl.Langsep Raya Blok C No.1 Jember (68111) Hp.0811350242

(istitutuk@yahoo.co.id)

Abstrak

Tujuan penelitian adalah untuk menganalisis secara mendalam struktur kepemilikan saham, kebijakan dividen kas, dan biaya keagenan. Untuk menganalisis dan mengkonfirmasi indikator terbaik dari pengukuran kebijakan dividen kas, dan biaya keagenan. Untuk menganalisis secara mendalam pengaruh struktur kepemilikan, risiko dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen kas, dan biaya keagenan. Untuk menganalisis secara mendalam pengaruh kebijakan dividen kas, dan biaya keagenan terhadap nilai perusahaan di BEI. Populasi dari penelitian adalah seluruh perusahaan yang tercatat di BEI. Teknik sampling yang digunakan adalah Purposif. Merupakan analisis konsistensi pada dua horison waktu yang berbeda, yakni model sebelum era milenium dan model pada era milenium. Sebelum era milenium ditandai dengan krisis ekonomi yang hebat dan pada era milenium ditandai dengan masa pemulihan dari krisis dan BEI berada pada kinerja tertinggi. Untuk menjawab permasalahan penelitian digunakan analisis dekriptif, analisis konfirmatori dan analisis model struktural dengan soft ware Amos 5. Hasil dari analisis konfirmatori alat ukur terbaik untuk kebijakan dividen kas adalah dividend payout ratio, alat ukur terbaik untuk biaya keagenan adalah selling and general administratif ratio. Pada era sebelum milenium risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas, biaya keagenan dan nilai perusahaan, pada model pengujian horison waktu yang berbeda, yakni pada era milenium variabel risiko berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Variabel kebijakan dividen kas dan risiko berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengujian pada dua horison waktu yang berbeda menunjukkan hasil yang konsisten hal ini dapat dilihat pada uji fit model maupun analisis jalur.

Kata kunci : Risiko, Struktur kepemilikan, Pembayaran dividen, Biaya keagenan dan nilai perusahaan

The goals of the research are to know and analyse deeply about ownership structure, cash dividend policy and agency cost, to analyze and confirm the best indicator of measurement cash dividend and agency cost, to know and analyse deeply the effect of ownership structure, risk and free cash flow to cash dividend and agency cost. And to know and analyse deeply the effect of cash dividend and agency cost to firm value in Indonesian Stock Exchange The result of confirmatory analysis show that the best measurement of cash dividend policy variables is dividend payout ratio. While for agency cost is selling and general administratif ratio. On before milenium era risk has a significant effect to cash dividend. risk has a significant effect to agency cost and also risk has a significant effect to firm value. On Milenium era risk has a significant effect to cash dividend. risk has a significant effect to agency cost and also risk and cash dividend have a significant effect to firm value. The test result on two different time horizon have a consistency result. It can seen on test of goodness of fit and path analysis give a consisten result.

Key Word : Risk, Ownership Structure, Dividend Payment, Agency Cost And Corporate Value

1. Pendahuluan

1.1 Latar Belakang

Aktivitas pasar modal yang merupakan salah satu potensi perekonomian nasional, memiliki peranan yang penting dalam menumbuh kembangkan perekonomian nasional. Dukungan sektor swasta menjadi kekuatan nasional sebagai dinamisator aktivitas perekonomian nasional. Pasar modal merupakan salah satu alternatif investasi bagi para investor. Melalui pasar modal, investor dapat melakukan investasi di beberapa perusahaan melalui pembelian efek-efek baru yang ditawarkan atau yang diperdagangkan di pasar modal. Sementara itu perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan dengan menawarkan instrumen keuangan jangka panjang. Adanya pasar modal memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik, karena tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang tertentu. Penyebaran kepemilikan yang luas akan mendorong perkembangan perusahaan yang transparan. Ini tentu saja akan mendorong terciptanya *good corporate governance*.

Kontroversi mengenai apakah pembayaran dividen kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan ataukah dividen tidak relevan dengan nilai pasar perusahaan sampai saat ini juga masih menjadi topik menarik dalam debat ilmiah. Terdapat dua kelompok besar investor di Pasar Modal. Berdasarkan preferensinya terhadap dividen atau capital gain yang lebih dikedepankan. Kelompok investor pertama adalah mereka yang lebih suka dividen yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Kelompok kedua adalah mereka yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi.

Menurut Brigham & Houston (1998) manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut Teori Agen (*Agency Theory*). *Agency theory* dalam konteks manajemen keuangan meliputi konflik kepentingan yang potensial antara agen (manajer) dengan : (1) pemegang saham pihak luar dan (2) kreditur (pemberi hutang)

Pada Kebanyakan perusahaan besar manajer pada umumnya hanya memiliki saham dengan prosentase yang kecil. Dalam hal ini jika muncul konflik dengan tujuan manajer maka maksimisasi kekayaan pemegang saham akan menempati tempat di bagian belakang, artinya manajer akan memaksimalkan besarnya perusahaan atau berusaha meningkatkan pertumbuhan, karena hal tersebut akan berdampak pada : (1) meningkatkan keamanan pada pekerjaan mereka, (2) meningkatkan jabatan, status dan gaji mereka, serta (3) meningkatkan kesempatan bagi manajer tingkat bawah dan menengah.

Manajer dapat dimotivasi untuk bertindak sesuai dengan keinginan prinsipal atau pemegang saham melalui pemberian insentif berupa imbalan atas kinerja yang baik dan hukuman untuk kinerja yang buruk. Beberapa mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu antara lain : (1) kompensasi manajerial (bisa berupa saham kinerja/*performance share* dan opsi saham eksekutif (*executive stock options*) , (2) intervensi langsung oleh pemegang saham, (3) ancaman PHK, serta (4) ancaman pengambil alihan (*hostile take over*). (Brigham & Houston, 1998)

Executive stock option merupakan salah satu siasat untuk menjamin kepatuhan manajer. Dalam gagasan mazhab masyarakat industrial, perlu adanya transformasi dari pemilikan personal ke pemilikan impersonal. Artinya kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada individu atau keluarga tertentu tetapi

kepemilikan saham menjadi menyebar. Penyebaran kepemilikan terjadi melalui perluasan jumlah pemegang saham kecil-kecil, baik di tangan individu, perusahaan, yayasan, koperasi maupun badan-badan lain.

Transformasi pemilikan personal ke pemilikan impersonal mempunyai implikasi penting yakni munculnya pemisahan antara pemilikan (*legal ownership*) dan kontrol (*managerial control*). Artinya para pemilik saham hanya menjadi simbol legal yang tidak menjalankan perusahaan. Sedangkan kontrol nyata sehari-hari ada di tangan eksekutif manajer.

Hasil penelitian Claessens *et al* (2000), menyatakan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga pendiri dan posisi manajer dipegang oleh pemegang saham mayoritas. Kalaupun tidak maka manajemen masih dari kalangan keluarga. Akibatnya para manajer perusahaan publik hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham mayoritas, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu. Dengan kata lain, dalam kondisi seperti apa yang menjadi pendapat pemegang saham terbesar juga menjadi pendapat manajer.

Perusahaan yang listed di BEI rata-rata sahamnya dimiliki publik dalam jumlah relatif kecil (kurang dari 30 %). Keluarga pendiri masih memiliki kontrol besar terhadap perusahaan publik.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu : pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil, dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Kedua, dengan menggunakan dividen payout ratio, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* (Crutchley & Hansen, 1989) dan manajemen tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Ketiga, Institutional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institutional investor dan shareholder dispersion dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi atau institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Dividen kas (dividend policy) sampai saat ini masih merupakan teka-teki (*puzzle*) yang masih diperdebatkan. Perdebatan ini berkisar tentang apakah dividen dapat dikatakan sebagai good news atau bad news bagi para pemegang saham atau investor. Dapatkah dividen dijadikan sebagai sinyal tentang nilai suatu perusahaan (value of the firm) di masa sekarang dan di masa yang akan datang. Brigham (1996;443) menyatakan bahwa ada tiga pandangan tentang dividen kas : (1) Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa dividen kas adalah tidak relevan, karena tidak berpengaruh sama sekali terhadap nilai perusahaan atau biaya modalnya. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi assetnya, bukan pada berapa laba yang dibagikan untuk dividen optimal; (2) Gordon dan Litner dengan teorinya bird-in-the-hand berpendapat bahwa dividen lebih baik dari capital gain karena yang dibagikan kurang berisiko lagi, oleh karenanya perusahaan mestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi guna memaksimalkan harga sahamnya; (3) investor lebih menyukai retained earning daripada dividen karena , karena perbandingan pajak yang dikenakan pada capital gain rendah.

1.2 Permasalahan Penelitian

Mengacu pada latar belakang masalah di atas permasalahan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagaimanakah deskripsi secara mendalam dari struktur kepemilikan perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.
2. Bagaimanakah deskripsi secara mendalam dari kebijakan dividen kas perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.
3. Bagaimanakah deskripsi secara mendalam dari biaya keagenan (*agency cost*) perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.
4. Indikator manakah yang menjadi pengukur terbaik dari variabel kebijakan dividen kas dan Biaya Keagenan (*Agency Cost*) perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.
5. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel aliran kas bebas (*free cash flow*), variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap kebijakan dividen kas perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.
6. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel aliran kas bebas (*free cash flow*), variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap biaya keagenan perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia.
7. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel kebijakan dividen kas terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia
8. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel biaya keagenan (*agency cost*) terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia

2. METODE PENELITIAN

2.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang tercatat (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah metode ***Purposive Sampling*** yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria tertentu untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel meliputi :

1. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan tahunan dan berakhir pada 31 Desember. Perusahaan tidak memiliki kriteria ini dikeluarkan dari sampel untuk menghindari pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.
2. Perusahaan harus tidak menunjukkan saldo ekuitas dan laba yang negatif pada tahun 1994-2006, karena laba dan ekuitas yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan *ratio* menjadi tidak bermakna.
3. Diluar industri keuangan dan properti karena kedua industri tersebut cenderung memiliki item pada laporan keuangan yang berbeda dengan industri yang lain.

2.2 Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang diperoleh di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi. Data yang dikumpulkan meliputi : Laporan keuangan tahunan yang lengkap, Indonesian Capital Market Directory (ICMD) serta data tentang harga saham perusahaan. Data-data diakses di Bursa Efek Indonesia. Pojok BEI, dari website (www.idx.co.id) serta dari Pusat Data Base.

2.3 Teknik Analisis Data

Untuk menjawab pertanyaan penelitian, beberapa alat analisis statistik digunakan, alat analisis yang digunakan meliputi :

1. Analisis Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif untuk memberikan gambaran yang mendalam dan komprehensif dari variabel-variabel penelitian. Analisis statistik deskriptif dilengkapi dengan penyajian dalam bentuk tabulasi silang, grafik serta ukuran tendensi pusat (mean, median dan modus) serta ukuran dispersi (standard deviasi). Selain analisis deskriptif penelitian ini juga menggunakan analisis statistik yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis penelitian. Analisis deskriptif dilakukan pada dua horison waktu yang berbeda, yakni sebelum era milenium (1994-1999) serta analisis pada era milenium (2000-2006) untuk memperoleh fakta yang lebih menyeluruh berkaitan dengan perbedaan kedua latar waktu yang berbeda.

2. Analisis Faktor Konfirmatory

Analisis Faktor digunakan untuk melakukan konfirmasi terhadap indikator-indikator yang mengukur variabel penelitian. Analisis faktor yang digunakan adalah yang bersifat konfirmatory bukan yang bersifat eksploratory. Hasil dari analisis ini adalah menemukan indikator yang benar-benar dapat mengukur dengan benar variabel struktur kepemilikan saham, kebijakan dividen kas, risiko, biaya keagenan dan nilai perusahaan. Analisis Faktor dilakukan sebanyak dua kali analisis yakni sebelum era milenium (1994-1999) serta analisis pada era milenium (2000-2006).

3. Structural Equation Model (SEM)

Teknik analisis data yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis penelitian adalah dengan menggunakan Model Persamaan Struktural (Structural Equation Modeling = SEM) dengan bantuan paket program AMOS 5,0 dan SPSS 11,0. Structural Equation Modeling adalah sekumpulan teknik-teknik statistik yang memungkinkan pengujian serangkaian hubungan yang relatif rumit secara simultan (Ferdinand, 2000). Penelitian ini merupakan model pengujian konsistensi pada dua horison waktu yang berbeda, yakni sebelum era milenium (1994-1999) yang ditandai dengan krisis ekonomi hebat yang menimpa negara Indonesia. Model berikutnya adalah model pada era milenium (2000-2006) yang ditandai dengan periode recovery (pemulihan) dari krisis ekonomi serta kinerja tertinggi yang pernah diraih Bursa efek Indonesia.

Model Pengujian Konsistensi

Model	Horison Waktu	Periode Penelitian
Model I	Sebelum era milenium	Th1994-1999
Model II	Era Milenium	Th2000-2006

Pemilihan SEM sebagai metode analisis data dengan alasan :

- Model berbentuk structural, di dalamnya terdapat hubungan kausalitas yang berjenjang (yakni dari struktur kepemilikan saham, free cash flow dan risiko ke agency cost & dividend policy kemudian ke nilai perusahaan).
- Variabel struktur kepemilikan saham, free cash flow, dan risiko bersifat unobservable (pengukurannya didasarkan pada beberapa indicator).

3. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

3.1 Tinjauan Analisis Konsistensi

Analisis konsistensi disini lebih difokuskan pada telaah konsistensi dari pengujian 2 model yang telah dilakukan sebelumnya yakni model pengujian sebelum era milenium (tahun 1994-1999) serta model pengujian pada era milenium (tahun 2000-2006).

Berikut ini akan ditampilkan telaah konsistensi untuk uji goodness of fit dari kedua model pengujian.

Tabel. 1 Telaah Konsistensi uji goodness of fit Model Sebelum dan Pada Era Milenium

No	Kriteria	Nilai Kritis	Model Akhir Sebelum dan Pada Era Milenium	
			Hasil Sebelum Era Milenium	Hasil Pada era Milenium
1	Chi-Square	dhrpkn kecil	67,059	83,667
2	Probabilitas	$\geq 0,05$	0,054	0,001
3	Degree of Freedom	-	50	50
4	CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,341	1,780
5	CFI	$\geq 0,90$	0,955	0,900
6	TLI	$\geq 0,90$	0,906	0,777
7	RMSEA	$\leq 0,08$	0,046	0,054

Tabel di atas menunjukkan bahwa hasil pengujian pada dua horison waktu yang berbeda menunjukkan hasil yang konsisten. Hal ini dapat dilihat dari beberapa indikator kedua model sama-sama menghasilkan nilai yang baik, diantaranya adalah CFI, CMIN/DF, RMSEA maupun nilai Chi-Square. Hal ini mendikasikan bahwa untuk dua horison waktu yang berbeda kedua model konsisten dan modelnya fit dengan data.

Telaah konsistensi berikutnya akan dilihat pada hasil pengujian koefisien jalur pada dua horison waktu yang berbeda yakni model pengujian sebelum era milenium (tahun 1994-1999) serta model pengujian pada era milenium (tahun 2000-2006). Hasil selengkapnya dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 2 Telaah Konsistensi Koefisien Jalur Pengaruh Antar Variabel Pengujian Model Sebelum dan Pada Era Milenium

JALUR			Pada era Milenium		Sebelum era Milenium	
			Koefisien Path	Critical Ratio (P Value)	Koefisien Path	Critical Ratio (P Value)
Struktur Kepemilikan	→	Dividen Kas	-0,033	-0,583 (0,560)	-0,004	-0,134 (0,894)
Struktur Kepemilikan	→	Agency Cost	0,003	0,085 (0,933)	0,011	0,290 (0,772)
Risiko	→	Dividen kas	-0,149	-1,230 (0,219)	0,166	1,892 (0,058)
Risiko	→	Agency Cost	0,124	1,691 (0,091)	0,273	2,277 (0,023)
Risiko	→	Nilai Perusahaan	0,998	2,173 (0,030)	-0,680	-2,151 (0,031)
Free Cash Flow	→	Dividen kas	0,128	0,883 (0,337)	0,307	1,224 (0,221)

Free Cash Flow	→	Agency Cost	-0,025	-0,375 (0,708)	0,059	0,708 (0,479)
Dividen kas	→	Firm Value	0,178	3,105 (0,002)	0,164	1,435 (0,151)
Dividen kas	→	Agency Cost	0,043	1,078 (0,281)	-0,114	-1,471 (0,141)
Agency Cost	→	Firm Value	-0,011	-0,077 (0,939)	0,149	1,130 (0,259)

Tabel di atas menunjukkan bahwa hasil komparasi untuk melihat konsistensi model untuk hasil analisis jalur pada Model Sebelum dan Pada Era Milenium menunjukkan bahwa keduanya menghasilkan 3 jalur yang pengaruhnya signifikan. 2 jalur diantaranya memberikan hasil signifikansi yang konsisten yakni jalur pengaruh risiko terhadap biaya keagenan dan risiko terhadap nilai perusahaan. Dari hasil tersebut dapat diartikan bahwa kedua model tersebut cukup konsisten.

3.2 PEMBAHASAN

a. Model Pengujian sebelum era Milenium (1994-1999)

Pengujian hipotesis (alternatif) dilakukan dengan melihat besarnya critical ratio (t-hitung) dibandingkan dengan t-tabel. Koefisien dikatakan signifikan apabila t-hitung lebih besar dari t-tabel. Cara yang lain untuk pengujian hipotesis (alternatif) adalah dengan melihat besarnya P-value (signifikansi). Koefisien dikatakan signifikan apabila $p < 0,05$ (5%). Dari hasil pengujian diketahui ada tiga (3) jalur yang signifikan, yaitu dari faktor risiko ke faktor dividen kas, risiko ke biaya keagenan dan risiko ke faktor nilai perusahaan. Sedangkan koefisien jalur lain tidak signifikan, yakni dari faktor struktur kepemilikan ke faktor dividen kas biaya keagenan dan nilai perusahaan, dari faktor free cash flow ke faktor biaya keagenan dan dividen kas, serta dari dividen kas ke biaya keagenan dan nilai perusahaan.

Risiko Berpengaruh Terhadap Cash dividend

Menguji Hipotesis yang berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap cash dividend. Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Risiko Berpengaruh positif Terhadap Cash dividend dengan koefisien path 0,166 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 1,892 dengan signifikansi (0,058) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_a diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap cash dividend.

Temuan penelitian ini juga mendukung hasil temuan dari Sharpe (1964 : 330) dan Lintner (1965:113) dalam Brigham & Houston (1998) yang menemukan bahwa risiko dan tingkat keuntungan mempunyai korelasi positif, artinya semakin tinggi risiko maka semakin besar return yang diharapkan oleh investor. Temuan ini sekaligus mendukung teori *Trade Off* yang mengatakan bahwa ada *trade off* (keseimbangan) antara besarnya keuntungan dan risiko, artinya tingkat keuntungan yang tinggi umumnya diikuti oleh risiko yang tinggi pula. Temuan ini juga mengindikasikan bahwa risiko perusahaan baik yang bersifat sistematis maupun yang tidak sistematis merupakan faktor penentu besarnya dividen kas yang dibagikan kepada pemegang saham. Temuan penelitian ini sekaligus juga mendukung temuan bahwa pada dasarnya pemegang saham adalah penghindar risiko (*Risk Averter*), mereka mensyaratkan keuntungan berupa dividen kas yang lebih tinggi untuk perusahaan yang lebih berisiko.

Nilai koefisien path pengaruh variable risiko terhadap dividen kas adalah sebesar 0,166 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1 % akan meningkatkan cash dividend sebesar 0,166 . %. Dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

Risiko Berpengaruh Terhadap Biaya Keagenan (Agency Cost)

Menguji Hipotesis yang berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*). Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Risiko Berpengaruh positif Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) dengan koefisien path 0,273 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 2,277 dengan signifikansi (0,023) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_A diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*).

Temuan pada penelitian ini mendukung temuan sebelumnya tentang teori keagenan yakni bahwa biaya keagenan (*agency cost*) efektif digunakan untuk mengurangi tindakan manajer yang cenderung melakukan investasi berisiko dan seringkali tidak sesuai dengan keinginan dari para pemegang saham.

Menurut Jensen & Meckling (1976) *Agency cost* yang berupa biaya monitoring atau biaya bonding dapat menekan keinginan konsumsi manajer yang dilakukan tanpa sepengetahuan pemilik. Perusahaan dengan risiko yang tinggi akan berdampak pada harga saham perusahaan demikian pula pada kesejahteraan pemegang saham, karena pada umumnya investor lebih suka menghindari risiko (*risk averter*) maka dengan *return* yang sama maka investor akan memilih saham dengan risiko yang lebih kecil. Hasil penelitian menunjukkan bahwa besarnya biaya keagenan yang dikeluarkan oleh perusahaan dipengaruhi oleh tindakan perusahaan untuk melakukan monitoring atau untuk mengurangi risiko perusahaan serta untuk melindungi kepentingan para pemegang saham. Indikasi dari temuan penelitian adalah semakin berisiko perusahaan, maka kekhawatiran pemegang saham semakin besar, salah satu tindakan yang bisa dilakukan adalah dengan melakukan monitoring dan pembatasan-pembatasan yang dituangkan lewat kontrak tertulis dengan manajer perusahaan, hal inilah yang dikenal dengan biaya keagenan (*agency cost*).

Nilai koefisien path pengaruh variable Risiko terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) adalah sebesar 0,273 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1 % akan meningkatkan biaya keagenan (*Agency Cost*) sebesar 0,273 . %. Dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

Risiko Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Firm Value)

Menguji Hipotesis yang berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Risiko Berpengaruh negatif Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien path -0,680 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar -2,151 dengan signifikansi (0,031) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_A diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Risiko yang dihadapi perusahaan di sektor riil diantaranya adalah risiko usaha (*business risk*). Risiko adalah dimana perkiraan target laba menjadi tidak menentu akibat perubahan lingkungan usaha, persaingan yang ketat, perubahan teknologi produksi, serta perubahan faktor-faktor yang mempengaruhi pemasok. Beberapa perusahaan melakukan kebijakan *hedging*, yakni membuat eksposur dengan maksud mengurangi risiko apabila perubahan faktor pasar diperkirakan akan merugikan posisi usaha.

Temuan penelitian ini sekaligus lebih mengukuhkan temuan dari Brigham & Houston (1998) yang menyimpulkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh risiko dan proyeksi laba, dan karena umumnya investor berusaha menghindari risiko (*risk averter*) maka dengan demikian saham yang memiliki risiko yang lebih kecil sementara hal-hal yang lain sama akan lebih disukai atau nilai sahamnya lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang mempunyai risiko yang lebih besar.

Temuan ini mengindikasikan bahwa investor sangat memperhatikan risiko saham perusahaan dalam menyusun portfolio investasinya. Temuan penelitian ini juga mendukung temuan bahwa investor adalah penghindar risiko (*risk averter*). Mereka lebih tertarik pada investasi yang lebih aman meskipun keuntungannya relatif lebih kecil, dibandingkan investasi dengan return yang tinggi namun sangat berisiko.

Nilai koefisien path pengaruh variable Risiko terhadap Nilai Perusahaan (Firm Value) adalah sebesar - 0,680 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1 % akan menurunkan Nilai Perusahaan (Firm Value) sebesar 0,680 . %. Dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

b. Model Pengujian pada Era Milenium (2000-2006)

Pengujian hipotesis (alternatif) dilakukan dengan melihat besarnya critical ratio (t-hitung) dibandingkan dengan t-tabel. Koefisien dikatakan signifikan apabila t-hitung lebih besar dari t-tabel. Cara yang lain untuk pengujian hipotesis (alternatif) adalah dengan melihat besarnya P-value (signifikansi). Koefisien dikatakan signifikan apabila $p < 0,05$ (5%) Diketahui ada tiga (3) jalur yang signifikan, yaitu dari faktor risiko ke biaya keagenan, dividen kas ke nilai perusahaan dan risiko ke faktor nilai perusahaan. Sedangkan koefisien jalur lain tidak signifikan , yakni dari faktor struktur kepemilikan ke faktor dividen kas biaya keagenan dan nilai perusahaan, dari faktor *free cash flow* ke faktor biaya keagenan dan dividen kas, serta dari dividen kas ke biaya keagenan.jalur lain yang tidak signifikan adalah dari risiko ke dividen kas.

Risiko Berpengaruh Terhadap Biaya Keagenan (Agency Cost)

Menguji Hipotesis yang berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*). Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Risiko Berpengaruh positif Terhadap Biaya Keagenan (Agency Cost) dengan koefisien path 0,124 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 1,691 dengan signifikansi (0,091) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_a diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*).

Nilai koefisien path pengaruh variable Risiko terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) adalah sebesar 0,124 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1 % akan meningkatkan biaya keagenan (*Agency Cost*) sebesar 0,124 . %. Dalam rangka untuk mengurangi agency problem Dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

Dividen Kas (Cash dividend) berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Firm Value) (H8)

Menguji Hipotesis yang berbunyi : Dividen kas (*Cash dividend*) berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Hasil Pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Dividen kas yang diproksi dengan dividend payout ratio dan dividend yield berpengaruh positif Terhadap nilai perusahaan (Firm Value) dengan koefisien path 0,178 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 3,105 dengan signifikansi (0,002) berada pada daerah penolakan H_0

dan berada pada daerah penerimaan H_A atau hipotesis H_A diterima artinya Dividen kas (*Cash dividend*) berpengaruh positif dan signifikan Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Hasil penelitian ini mendukung temuan teori the bird-in-the hand dari Litner (1962) dalam Brigham & Houston (1998) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima bagaikan burung di tangan dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Hasil temuan ini juga konsisten dengan hasil temuan Ross (2002) yang mengemukakan bahwa dalam kondisi informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*) para manajer dapat menggunakan strategi dalam dividen kas untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan di masa yang akan datang. Hasil temuan penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Rozeff (1982) yang menyimpulkan bahwa dividen memiliki informasi atau sebagai isyarat (*signaling*) akan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini tidak memberikan dukungan terhadap temuan dari Modigliani dan Miller (1961) yang menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi dari perusahaan yang bersangkutan dan bukan oleh dividen kas yang ditetapkan oleh perusahaan. Temuan ini dikenal dengan teori dividen yang tidak relevan dari MM (*irrelevance of dividend proposition*).

Hasil temuan dalam penelitian ini tidak mendukung teori preferensi pajak yang menyatakan bahwa dengan adanya pajak maka investor lebih menyukai capital gain dari pada dividen, karena capital gain dapat menunda pembayaran pajak, artinya pajak atas capital gain baru dibayar kalau saham dijual sedangkan pajak atas dividen dibayarkan setelah penerimaan dividen yakni tiap enam bulan atau satu tahun. Menurut teori preferensi pajak ini investor lebih menyukai saham dengan *dividend yield* yang rendah.

Risiko Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Menguji Hipotesis yang berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Risiko Berpengaruh positif Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien path 0,998 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 2,173 dengan signifikansi (0,030) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_A diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Temuan ini mengindikasikan bahwa investor sangat memperhatikan risiko saham perusahaan dalam menyusun portfolio investasinya. Temuan penelitian ini juga mendukung temuan bahwa investor adalah penghindar risiko (*risk averter*). Mereka lebih tertarik pada investasi yang lebih aman meskipun keuntungannya relatif lebih kecil, dibandingkan investasi dengan return yang tinggi namun sangat berisiko.

Nilai koefisien path pengaruh variable Risiko terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) adalah sebesar 0,998 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1 % akan menaikkan Nilai Perusahaan (*Firm Value*) sebesar 0,998 . %. Dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

4. Kesimpulan dan Saran

4.1 Kesimpulan

1. Dilihat dari rata-rata menunjukkan bahwa kepemilikan institusi atau Institutional ownership besarnya berkisar antara 67,0729% sampai dengan 70,18 % hal ini menunjukkan bahwa komposisi kepemilikan institusi atau Institutional ownership meliputi dua pertiga dari total kepemilikan saham, artinya kontrol atau kendali terhadap manajemen dan *policy* perusahaan dilakukan oleh sebagian besar pemilik institusi

(institutional ownership). besarnya kepemilikan oleh manager atau *Managerial ownership* selama periode penelitian (tahun 1994-1999 /era sebelum milenium, 2000-2006 /era milenium) cenderung memberikan nilai yang menunjukkan variasi relatif kecil. Kepemilikan managerial atau *Managerial ownership* besarnya berkisar antara 2,21 % sampai dengan 3,94 % hal ini menunjukkan bahwa komposisi kepemilikan managerial atau *Managerial ownership* relatif kecil.

2. Deskripsi tentang kebijakan dividen kas adalah pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan membayar deviden sebesar 25,69 % dari *Earning Per Share* yang dihasilkan. Artinya perusahaan pada tahun tersebut membagikan sebagian kecil keuntungannya dalam bentuk deviden. Namun pada tahun 2000-2006 atau pada era milenium rata-rata ratio DPR mengalami kenaikan yang cukup signifikan yakni menjadi 60.49 %. Hal ini bisa diartikan bahwa pada era milenium yakni tahun 2000-2006 perusahaan membagi dividennya dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan pada era sebelum milenium. Hal ini menunjukkan pula bahwa rata-rata perusahaan pertumbuhannya tidak terlalu tinggi sehingga dana untuk investasi dan ekspansi tidak terlalu besar, akibatnya porsi dividen yang dibagikan relatif lebih besar dibandingkan laba ditahan. bahwa rata rata pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan membayar deviden sebesar 3,51 % dari harga pasar saham per lembarnya. Artinya pada tahun tersebut besarnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan jika dibandingkan dengan harga pasar sahamnya adalah relatif kecil yakni hanya 3,51 %. Pada tahun 2000-2006 atau pada era milenium rata-rata ratio Dividend yield mengalami sedikit kenaikan yakni menjadi 4,29 %. Artinya bahwa pada era milenium dividend yang dibagikan adalah 4,29 % dari harga pasarnya. Kenaikan ini bisa disebabkan oleh dividend per sharenya yang naik atau harga pasarnya yang mengalami penurunan.
3. Deskripsi biaya keagenan adalah rata rata pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan sampel membayar biaya operasi sebesar 0,2694 dari *total sales*. Pada tahun 2000-2006 atau pada era milenium perusahaan sampel rata-rata membayar biaya operasi sebesar 0,1661 dari *total sales* hal ini berarti terjadi penurunan biaya operasional termasuk beban diskresi manajerial atau biaya keagenan. Pada era sebelum milenium perusahaan memiliki rata-rata Total Assets Turn Over TATO sebesar 0,9242. Pada era milenium rata-rata Total Assets Turn Over TATO mengalami kenaikan yakni menjadi 1,3135 artinya dalam satu tahun total assets perusahaan sampel berputar sebanyak 1,3135 kali. Hal ini dapat diartikan bahwa pada era milenium pengelolaan assets oleh manajer menjadi semakin baik dibandingkan era sebelum milenium.
4. Berdasarkan analisis faktor konfirmatori diketahui bahwa alat ukur terbaik dari variabel kebijakan dividen kas di Bursa Efek Indonesia adalah *dividend payout ratio* serta *dividend yield* untuk era milenium. Namun berdasarkan analisis faktor konfirmatori pula menunjukkan bahwa hanya *dividend payout ratio* lah yang merupakan alat ukur terbaik dari kebijakan dividen kas pada sebelum era milenium. Untuk variabel biaya keagenan alat ukur terbaik menurut hasil analisis faktor konfirmatori pada kedua pengujian memberikan hasil yang sama dan konsisten yaitu *selling and general administratif* atau ratio biaya operasional dengan penjualan sebagai alat ukur terbaik dari biaya keagenan.
5. Pada model pengujian sebelum era milenium variabel risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas, dan variabel risiko berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. variabel risiko juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

6. Pada model pengujian horison waktu yang berbeda, yakni pada era milenium variabel risiko yang berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Hasil yang lain menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen kas dan juga risiko berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
7. Hasil pengujian pada dua horison waktu yang berbeda menunjukkan hasil yang konsisten meskipun tidak mutlak. Hal ini dapat dilihat dari beberapa indikator kedua model sama-sama menghasilkan nilai yang baik, diantaranya adalah CFI, CMIN/DF, RMSEA maupun nilai Chi-Square. Hal ini mendikasikan bahwa untuk dua horison waktu yang berbeda kedua model konsisten dan modelnya fit dengan data. Hasil komparasi untuk melihat konsistensi model untuk hasil analisis jalur pada Model Sebelum dan Pada Era Milenium menunjukkan bahwa keduanya menghasilkan 3 jalur yang pengaruhnya signifikan. 2 jalur diantaranya memberikan hasil signifikansi yang konsisten yakni jalur pengaruh risiko terhadap biaya keagenan dan risiko terhadap nilai perusahaan. Dari hasil tersebut dapat diartikan bahwa kedua model tersebut cukup konsiten.

4.2 Saran-Saran

1. Perusahaan yang go public seharusnya mempunyai kepemilikan insider dan kepemilikan institusi yang independen. Hal ini untuk menjaga dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas.
2. Partisipasi dari investor domestik perlu ditingkatkan, sebab partisipasi dari investor domestik akan menjadi lokomotif dan dasar kekuatan pada pasar modal Indonesia. Upaya yang bisa dilakukan adalah memaksimalkan upaya pemasaran serta meningkatkan keamanan transaksi bagi para investor melalui pembenahan sistem dan infrastruktur. Selain itu perlu juga BAPEPAM maupun pelaku bursa lainnya seperti analis sekuritas diharapkan untuk memberikan proses pembelajaran dan sosialisasi yang terus menerus mengenai pasar modal Indonesia kepada masyarakat luas.

Daftar Pustaka

- Brigham, EF dan J. F. Houston, 1998, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Philadelphia.
- Claessens, 2000, The Separation of Ownership & Control in East Asian Corporation, *Journal of Financial Economics*, vol 58.
- Claessens et.al, 2000, Who Controls East Asian Corporations?, Working Paper
- Crutchley,C. dan R. Hansen. 1989. A Test Of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* (Winter): 36-46
- Easterbrook,F. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review* 74 : 650-659.
- Ferdinand, Augusty.2002. Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen.BP UNDIP
- Jensen,M.dan W. Meckling .1976. Theory of The Firm : Managerial behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance* 3: 305-360.
- Jensen, Michael, C.1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Over. *American Economic Review* 76 : 323-329.
- Jensen, Gerald R. Donald, P. Solberg, dan Thomas S. Zorn. 1992. Simultaneous determinations of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of financial and Quantitative Analysis* Vol. XXVII. No 2. June
- Miller,M.H., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy Growth and the Valuation of Shares. *Journal of*

Business (October) : 411-433.

Moh'd MA. Perry L.G, dan Rimbey JN. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* 33 : 85-89.

Ross, Steppen A., Westerfield, dan Jaffe, 2002, *Corporate Finance*, 6th edition, Irwin McGraw-Hill, Chicago.

Rozeeff, M. 1982. Growth, Beta and agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5 : 249-259.

BIOGRAFI PENULIS

Penulis Pertama adalah dosen di Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi, Universitas Jember, Indonesia.

Beliau mendapatkan gelar Magister Sains ilmu Manajemen, dari Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia, tahun 1996. mendapatkan gelar Doktor ilmu Manajemen, dari Universitas Brawijaya, Malang , Indonesia, tahun 2007. Fokus pengajaran dan penelitiannya adalah pada manajemen Keuangan, pasar modal dan Statistik. Untuk informasi lebih lanjut, beliau dapat dihubungi melalui istitutuk@yahoo.co.